

## Malaise des banques centrales face à la reprise de la croissance

### Conclusions

Pendant que les banquiers centraux du monde font leur messe annuelle à Jackson Hole dans le Wyoming, ils peuvent se targuer d'avoir traversé avec succès la crise financière la plus sévère depuis le krach de 1929. La croissance mondiale est au rendez-vous un peu partout. La seule divergence viendrait des États-Unis qui ont connu une expansion ininterrompue depuis 2009 et dont l'économie donne quelques signes d'essoufflement. La croissance dans l'Eurozone a été revue considérablement à la hausse et s'affiche en moyenne à 2%. L'Asie est en forte croissance, menée par la Chine et l'Inde. Même le Japon est reparti de l'avant. Seule la Grande-Bretagne ralentit sous l'effet du Brexit. Les statisticiens divergent substantiellement pour agréger le chiffre de la croissance mondiale avec des écarts importants entre FMI et Banque Mondiale. Nous avons développé une technique robuste et transparente qui donne une croissance mondiale de 2.81% pour 2016 (contre 3.1% pour l'un des chiffres du FMI) qui devrait passer à 3.09% en 2017 (3.5% selon la méthode du FMI). Les plus gros contributeurs à cette croissance sont la Chine avec 1.07%, suivie des États-Unis (0.57%) et de la zone Euro (0.38%). Ainsi, les grands groupes mondialisés devraient jouir d'une croissance de 3% plutôt que les 2% de leur pays et une accélération de leur CA et de leurs profits.

La messe de Jackson Hole n'a pas donné lieu à des annonces majeures, mais la prudence de la Fed sur sa politique monétaire et le discours positif de Draghi sur la reprise dans l'Eurozone ont creusé encore l'écart entre l'euro et le \$. La prochaine réunion de la BCE en septembre pourrait apporter une surprise si elle juge trop rapide l'appréciation de l'euro en poursuivant une politique monétaire très accommodante. Les hésitations de la Fed sur la suite des hausses des taux et la baisse surprise de l'inflation ont entraîné une baisse inattendue des taux longs et un aplatissement de la courbe des taux, le 30 ans se situant à 2.75%. La croissance a redémarré au 2<sup>ème</sup> trimestre et le 3<sup>ème</sup> sera également bon. La normalisation du bilan des banques centrales revient sur le devant de la scène.

L'envolée de l'euro s'explique par le retour de la croissance et la diminution de la Prime de Risque sur la devise. Les déboires de Trump ont aidé et cela est favorable aux entreprises américaines dont les performances financières ont été excellentes. Le marché attend de voir si la réforme fiscale pourra se faire après tous les autres échecs.

La hausse des marchés s'est arrêtée au 2<sup>ème</sup> semestre mais reste très bonne pour l'année. La performance de la zone Euro est de 9.6% depuis le début de l'année mais 19.4% en \$. Un investisseur européen aux US non « hedgé » aurait perdu de l'argent cette année. **Les performances des fonds Digital sont de 15.7% pour Digital Stars Europe, 16.7% pour Digital Stars Europe ex UK et 24.1% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.**

Après plusieurs années de stagnation des profits, l'année 2017 marque un tournant avec 20% de hausse en Eurozone et 10% aux États-Unis. Les multiples sont élevés avec 17.2x les résultats 2018 aux US contre 13.6x en Eurozone qui est dominé par des sociétés cycliques et financières. Notre valorisation des marchés reste relativement stable avec un objectif de 2365 points pour le S&P 500 sans réforme fiscale et 2584 avec une réforme pour une clôture à 2439 points. L'objectif du MSCI EMU est à 135 points pour une clôture à 123 points. La période estivale a mis en avant un risque géopolitique majeur avec la Corée du Nord et qui reste toujours présent. La politique de Donald Trump, imprévisible, est également un facteur de risque avec ses velléités protectionnistes. Nous restons positifs sur les actions avec une préférence sur la zone Euro.

*Jacques Chahine*

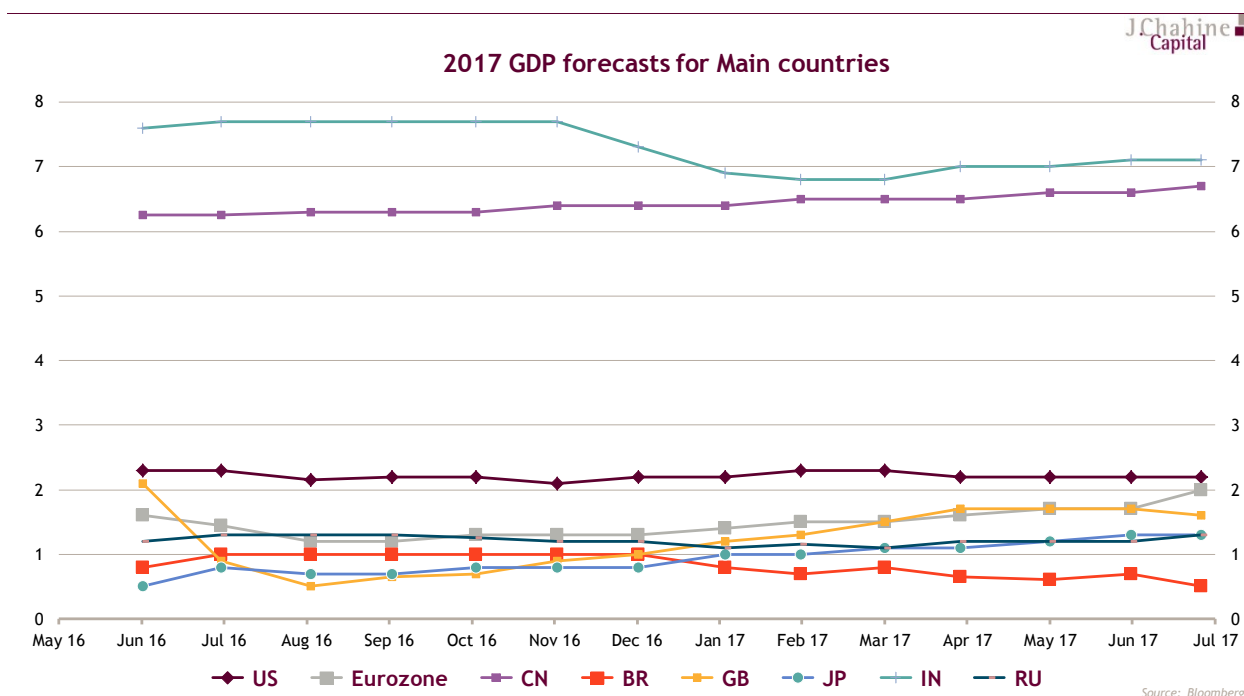


## Retour à la croissance partout dans le monde

Pendant que les banquiers centraux du monde font leur messe annuelle à Jackson Hole dans le Wyoming, ils peuvent se targuer d'avoir traversé avec succès la crise financière la plus sévère depuis le krach de 1929. Presque 10 ans après la chute vertigineuse de 2008, la croissance mondiale est au rendez-vous un peu partout. La longue période de croissance molle, prédite par les économistes, a bien eu lieu et les derniers à en sortir sont l'Eurozone et le Japon. La seule divergence viendrait des États-Unis qui ont connu une expansion ininterrompue depuis 2009 et dont l'économie donne quelques signes d'essoufflement. La vigueur du \$ a impacté le commerce extérieur mais la récente correction devrait compenser cet effet.

La croissance dans l'Eurozone a été revue considérablement à la hausse et s'affiche en moyenne à 2%. Quasiment tous les pays de la zone profitent de cette embellie avec les plus fortes progressions observées dans les pays peu développés de la zone comme la Slovaquie, la Slovénie, les pays Baltes et surtout l'Espagne et le Portugal. Pour la France, on attend une hausse de 1.6% qui fait le bonheur de Macron. L'Allemagne est dans la moyenne de la zone à 2%.

### La croissance du PIB de l'Eurozone revue à 2%



## L'Asie en forte croissance

Hors Eurozone, les pays émergents sont en excellente forme avec une croissance chinoise et indienne revues à la hausse. L'ensemble des pays du bassin asiatique sont en forte progression de plus de 3%. Par contre, la Grande-Bretagne, après un premier semestre décevant, est revue à la baisse à 1.6% où le Brexit commence à faire ses effets avec une inflation qui dépasse les 3% suite à la dévaluation de la livre. Les salaires n'ont pas suivi l'inflation et notamment dans le secteur public, ce qui entraîne une perte du pouvoir d'achat et un creusement des inégalités puisque les revenus du capital poursuivent leur hausse.



Le Japon, 3<sup>ème</sup> puissance économique mondiale, se porte mieux, son PIB en 2017 devant passer à 1.30% et, compte tenu d'une démographie stable ou en légère baisse, un gain de pouvoir d'achat par habitant de 1.3%. Les seuls pays qui ne participent pas à la reprise générale sont ceux exposés à l'énergie comme le Brésil, la Russie, l'Arabie Saoudite. L'Afrique, malgré des problèmes locaux, continue d'afficher des croissances de 5% ou plus dans plusieurs pays.

## Chiffrages divergents du PIB mondial

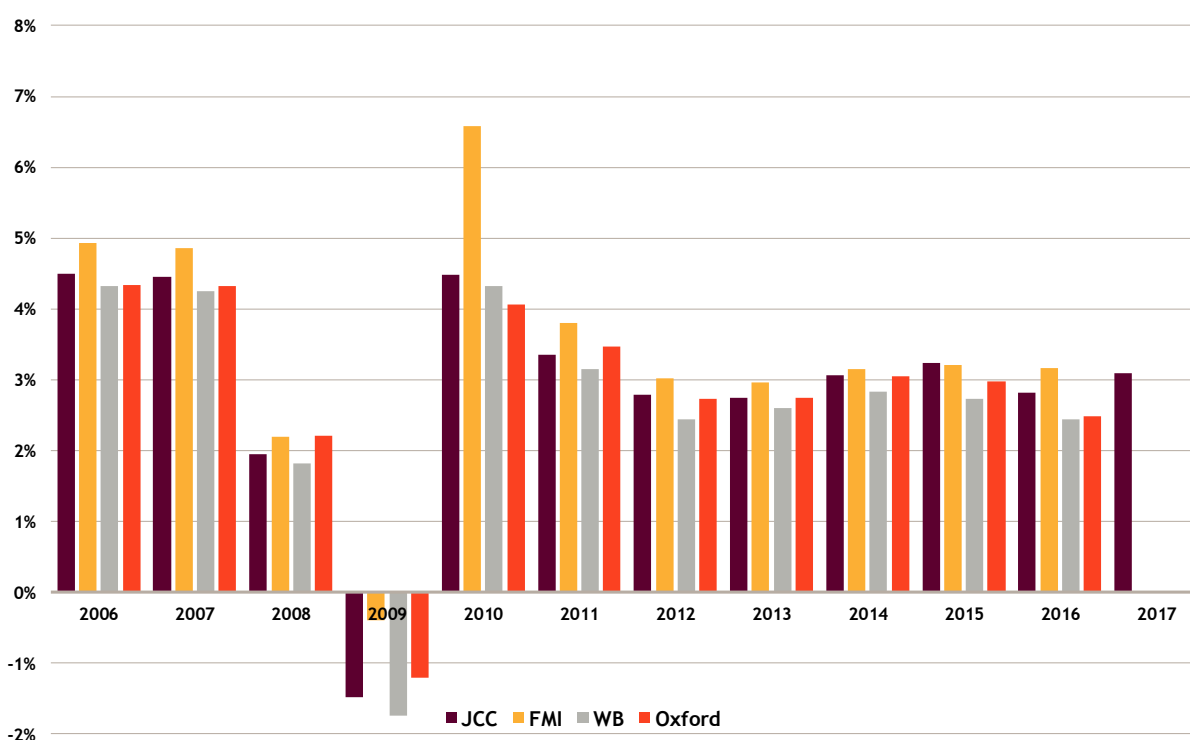
Au vu de ces bons chiffres, on a envie de savoir combien cela fait au niveau mondial. Plusieurs sources sont disponibles qui agrègent au départ les mêmes données, c'est-à-dire la croissance du PIB en volume pour chaque pays. On trouve le FMI, souvent le plus relayé, la Banque Mondiale (World Bank), l'institut Oxford, la CIA... Ils arrivent tous à des résultats différents. L'opacité des méthodes est telle que nous avons utilisé nos propres calculs entièrement transparents et reproductibles. Nos calculs vont prendre le poids de chaque pays en 2015, après avoir converti le PIB national avec le change moyen de 2015. Cela donne par exemple 24.7% pour les US, 14.9% pour la Chine, 6.6% pour le Japon, 4.6% pour l'Allemagne, 3.5% pour la Grande-Bretagne, et 3.3% pour la France. Pour calculer la croissance mondiale 2016, on pondérera la croissance de chaque pays par son poids en 2015. Cette méthode s'oppose à une autre où l'on garde un taux de change constant pendant plusieurs années, ce qui peut déformer substantiellement le poids réel du pays dans le présent. Il faut également noter des calculs qui sont fait en parité de pouvoir d'achat qui donnent des poids énormes aux pays en développement, et accélèrent donc la perception de croissance. Cette technique développée par le FMI semble en perte de faveur.

Les distorsions entre les diverses sources ont fait écrire récemment à un journaliste du Figaro dans un article que « les incohérences de la Banque Mondiale et du FMI ne semblent choquer personne »

### Des grands écarts dans l'estimation de la croissance mondiale

#### Different estimates of World GDP Growth

J. Chahine  
Capital





On notera que les chiffres de la Banque Mondiale sont systématiquement en-dessous de ceux du FMI, car il nous semble que la Banque Mondiale maintient un taux de change constant pendant longtemps, ce qui désavantage des pays comme la Chine ou l'Inde. En tout état de cause, nos calculs sont entièrement transparents et disponibles pour une meilleure compréhension. Selon le même mode de calcul, la croissance en 2017 devrait passer de 2.81% à 3.09%, soit 0.28% de mieux. Sur les 3.09%, les plus grosses contributions sont la Chine avec 1.17% (plus de 1/3), les États-Unis avec 0.57%, l'Eurozone avec 0.38%, le Japon avec 0.20% et l'Indonésie avec 0.09%.

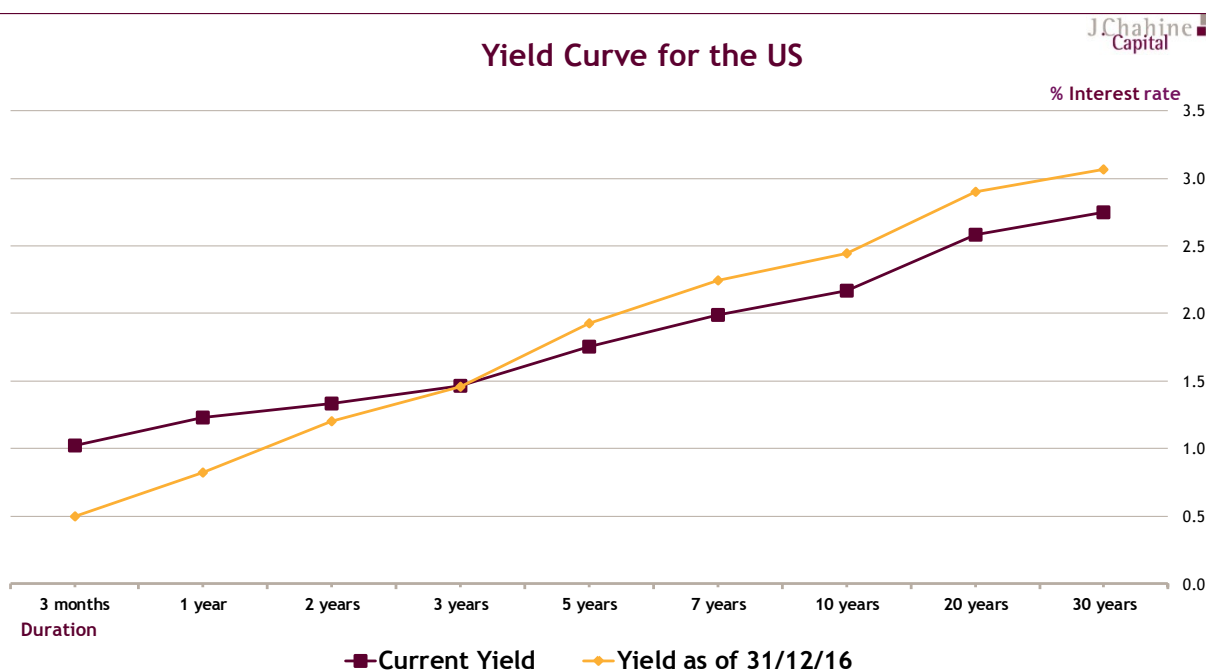
Le consensus des économistes retient les chiffres du FMI comme base de prévision faute de mieux, et projette la croissance 2017 par rapport aux 3.1% affichés en 2016. Cette projection est actuellement de 3.5% soit 0.4% d'accélération. Le PIB mondial est estimé à 77 trillions de \$, mais au cours de 1.06\$ par euro. Aux cours actuels, on serait plutôt vers les 85 trillions. Une accélération de 0.4% représente une richesse supplémentaire de 3.3 trillions de \$.

Dans l'absolu, les grandes entreprises mondialisées bénéficient d'une croissance du PIB de 3.1% selon nos calculs, et pas simplement les 2.2% relatifs aux US ou les 2% relatifs à l'Eurozone. Si le protectionnisme prôné par le sieur Donald Trump s'évapore, l'année 2017 et 2018 dans la foulée devraient voir les sociétés jouir d'une forte progression de leurs volumes de vente et de leurs profits.

## Pas d'annonce majeure à Jackson Hole

Les analystes attendaient quelques signes des banquiers centraux lors de la grande messe à Jackson Hole, mais ils ont dû se contenter de discours qui défendaient fermement les politiques monétaires depuis la crise. Janet Yellen a fait un plaidoyer sur la pertinence des réformes du système bancaire gravées dans le Dodd Frank Act et que le président Trump veut défaire. Une unanimité d'économistes est en faveur de la réélection de la présidente de la Fed mais l'humeur versatile de Trump plaide pour le moment pour d'autres candidats. Les attentes des prochaines hausses des taux de la Fed se sont passablement modifiées tout le long de 2017, comme le montre l'allure de la courbe des taux ci-dessous.

### La courbe des taux s'est notablement aplatie en 2017



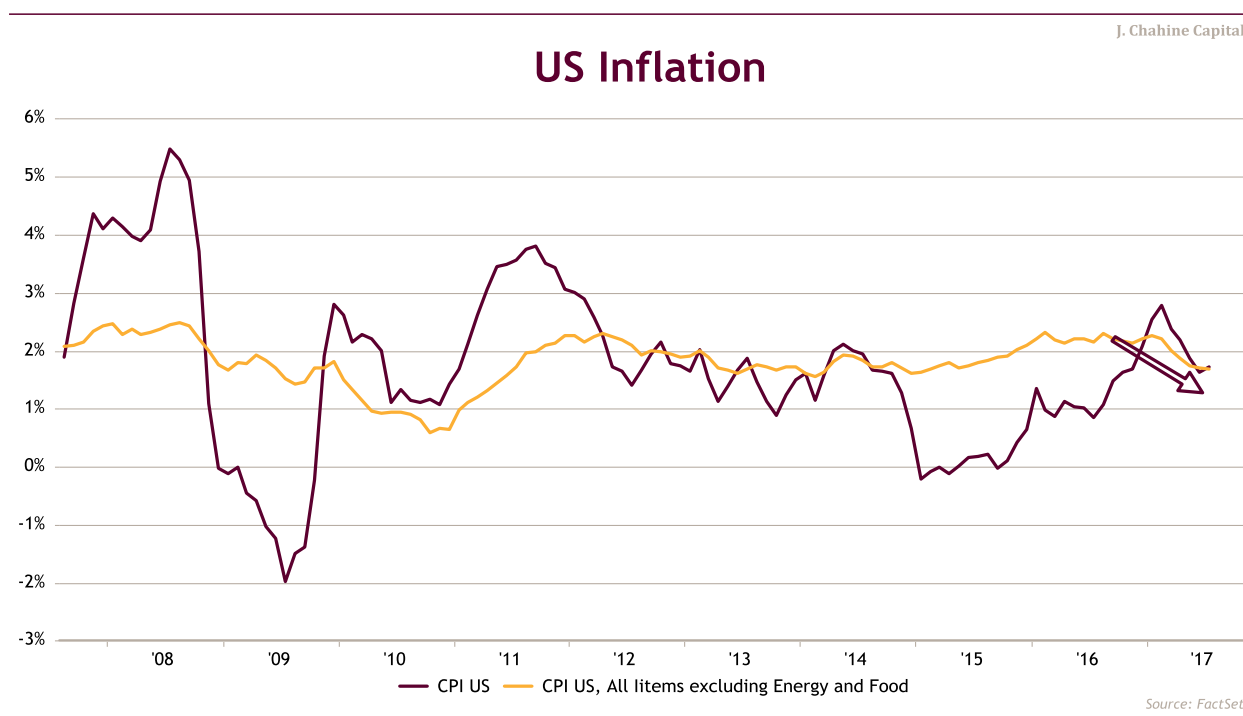


Fin décembre 2016, les taux à 3 ans étaient à 1.5%. Huit mois plus tard ils n'ont pas bougé, marquant une nette anticipation de ce que la Fed va modérer sérieusement son action. Plus significatif pour la valorisation des actions, le taux à 30 ans est passé de 3.07% à 2.75%. Le taux à 10 ans, très observé, est passé de 2.44% à 2.17%.

## Rechute de l'inflation aux US

L'explication de cette tendance est à chercher dans une certaine mollesse de l'économie américaine qui a muselé l'inflation.

### L'inflation structurelle est retombée en dessous de 2%



Nous nous sommes trompés en prédisant que l'inflation allait s'accélérer aux US ; il a suffi d'un coup de froid pour que cette inflation ralentisse, y inclus dans le secteur des services.

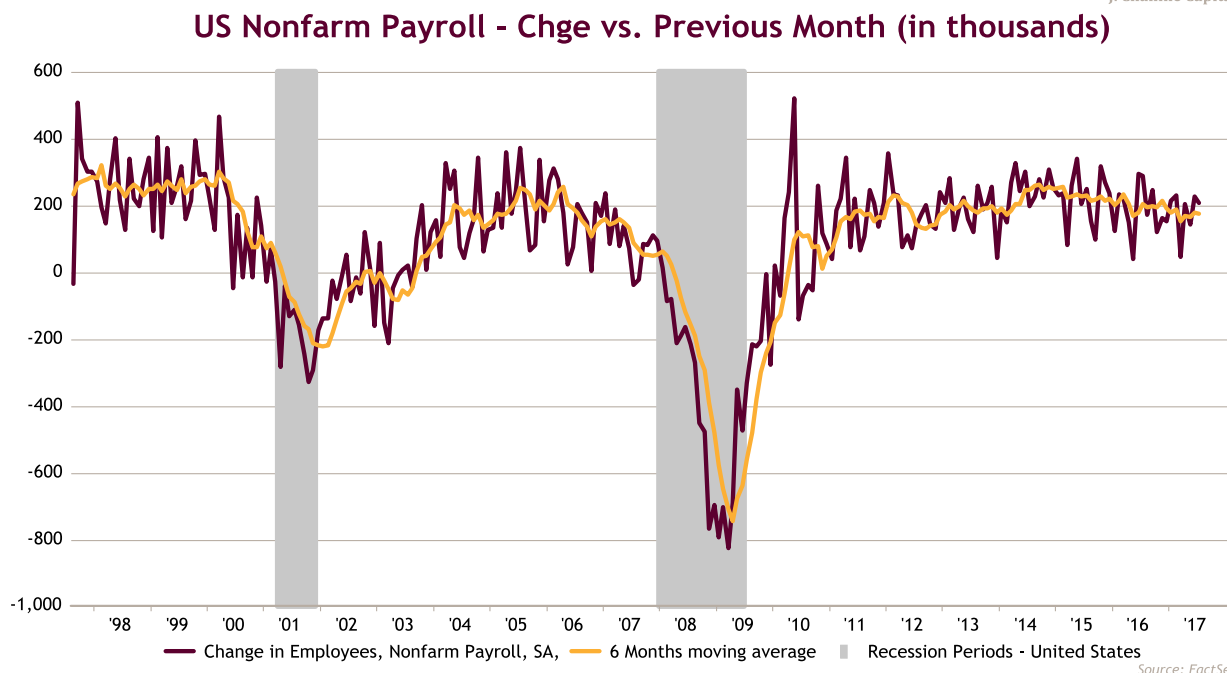
## Le marché du travail toujours bien portant

Malgré ce faible ralentissement, l'économie américaine a continué à créer des emplois, un peu moins que dans le passé, mais le réservoir est en train de s'épuiser car le taux de chômage atteint un record de baisse à 4.3%. L'économie semble vouloir redémarrer avec une bonne croissance de 2.6% au deuxième trimestre en rythme annuel et 2.5% prévu au 3<sup>ème</sup> trimestre. La Fed hésite énormément à ne pas casser cette reprise d'autant plus que son mandat d'inflation à 2% n'est pas atteint. Du coup, le marché considère qu'une hausse des taux en septembre est improbable et même celle de décembre a une chance sur deux.



## La création d'emplois se poursuit de façon remarquable

J. Chahine Capital



## Prochaine étape : normalisation du bilan de la Fed

En dehors de la question des taux, la normalisation du bilan de la Fed prend le devant de la scène. Actuellement, la Fed a arrêté son programme de QE d'achat d'obligations en octobre 2014 après avoir accumulé 4.5 trillions de \$ d'obligations. Depuis cette date, la Fed réinvestit le principal et les intérêts de cette dette pour ne pas peser sur le marché. Les 4.5 trillions sont restés les mêmes car les profits touchés sont renvoyés au Trésor à la cadence de 100Mds\$ par an, ce qui signifie que le Trésor paie 0% d'intérêt sur sa dette détenue par la Fed.

La normalisation du bilan de la Fed est préoccupante par son impact sur la courbe des taux. Tout dépendra de l'appétit du marché pour racheter graduellement ces 4.5 trillions de \$ de papier à leur échéance. La politique des taux accommodante de la Fed peut aider à peser sur la courbe des taux, mais en tout état de cause le process de normalisation durera des années. Rappelons que l'arrêt du QE américain n'a pas été la fin du monde, la reprise de la hausse des taux s'est plutôt bien passée et il y a des fortes chances que le bilan de la Fed soit graduellement absorbé par le marché à la recherche de rendement sans risque. Rappelons qu'une partie du bilan de la Fed, 1.8 trillions\$, est constituée de dette hypothécaire de grande qualité.

## La BCE très prudente pour modifier sa politique monétaire

La position de l'Eurozone dans le cycle économique est encore très éloignée de celle des US. On est encore en plein QE, Draghi achetant tous les mois 60Mds€ d'obligations, contre 80Mds précédemment. Le total du Bilan de la BCE se monte à 4 trillions €, au même niveau que la Fed et au même niveau que la banque du Japon. Alors que les États-Unis sont en mode de réduction, on attend le mois de septembre pour voir l'orientation prise par la BCE et les signaux qui montrent qu'elle aborde le problème. Quant au Japon, il semble embarqué vers un océan de liquidités pour l'avenir prévisible avant que son inflation n'atteigne les 2%.

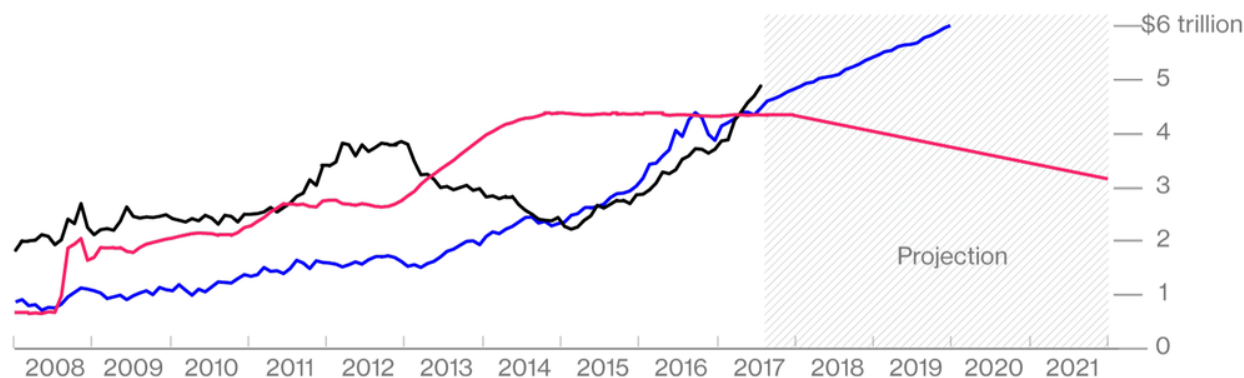


## Vers une réduction graduelle du bilan de la Fed

### Central Banks Balance Sheets

Japan moving into uncharted waters

■ Bank of Japan ■ European Central Bank ■ Federal Reserve



Note: BOJ projection assumes the yen-dollar exchange rate remains at the current level and the BOJ's asset holdings continue to increase at the current level.

The Fed. forecast is the baseline scenario from the 2016 annual report, and assumes that balance sheet normalization begins in January 2018.

Source: BOJ, ECB, Fed data compiled by Bloomberg

**Bloomberg**

## Baisse de la Prime de Risque sur l'Euro

La reprise économique enfin ! dans l'Eurozone et la diminution du risque d'éclatement de la zone ont fini par ramener la valeur de l'euro dans des zones raisonnables. Mais ce qui a énormément joué dans la flambée de l'euro est l'hésitation de la Fed d'aller de l'avant dans ses augmentations de taux et un resserrement de sa politique monétaire ainsi qu'une réflexion inverse de la BCE pour resserrer son dispositif monétaire ultra accommodant. La prime de risque sur le change €/ \$ s'est dégonflée et l'euro a trouvé une valorisation plus réaliste face au \$. Il a accentué son avance après les discours de Janet Yellen et Mario Draghi qui a donné un discours positif sur l'économie de la zone, mais affirmant néanmoins qu'il y avait besoin pendant longtemps d'une politique monétaire accommodante. La preuve est le niveau d'inflation toujours très faible. La partie d'échec avec la Fed va donc se poursuivre le 7 septembre, date la réunion de la BCE, qui pourrait réagir à l'envolée du \$ en poursuivant une politique monétaire accommodante et agressive.

Depuis le début de l'année, l'euro s'est apprécié de 12.5% par rapport au \$ qui a reculé face à quasiment toutes les devises et notamment le peso mexicain qui s'est apprécié de 17%. Toutes les devises asiatiques se sont également appréciées dont celles de l'Inde, de la Chine et du Japon. Le \$ canadien s'est également apprécié. Trump devrait remercier Janet Yellen au lieu de vouloir la congédier, car elle lui permet de rendre le \$ plus compétitif en boostant les exportations des grands groupes. Les négociations du NAFTA peuvent être facilitées par cet environnement.

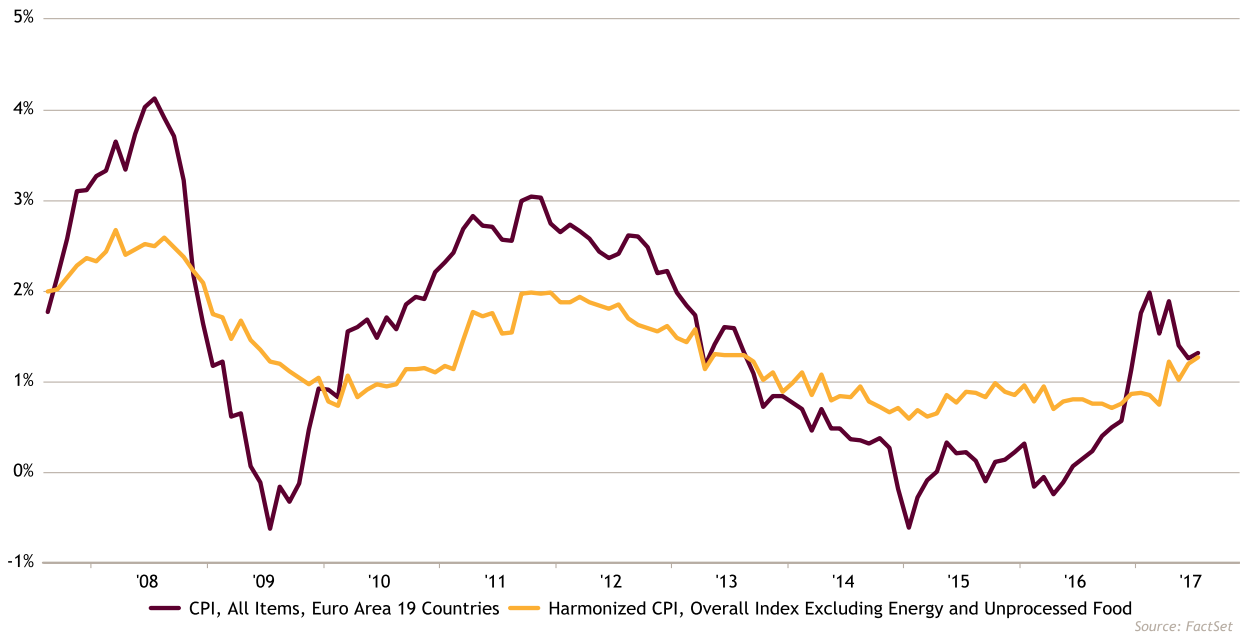




## L'inflation a du mal à décoller en Eurozone

J. Chahine Capital

CPI Eurozone - %Chge vs Year Ago



## La prime de Risque sur l'Euro s'est bien dégonflée

HOME  
OPTIONS

US \$ Per Euro Spot

J. Chahine Capital







## Les déboires du président Trump

Un dernier facteur qui a joué en faveur de la baisse du \$ est l'effet Trump. Ce dernier continue d'accumuler échec après échec sur ses promesses de campagne, avec des virages à 180° sur certaines positions. La réforme phare sur l'Obama Care a sombré dans les dédales du Congrès et du Sénat, ce qui ne veut pas dire qu'une initiative malheureuse ne sera pas prise comme bloquer le financement du système. Les rodomontades sur le mur avec le Mexique vont se dénouer avec le Congrès qui n'a pas envie d'engager des dépenses conséquentes. Son gouvernement est en plein chaos avec des collaborateurs en permanent changement. Il s'est mis à dos tout les médias qui ne vont pas manquer de fouiller dans le moindre recoin de sa vie privée et publique. Il a dégradé la perception des États-Unis à travers le monde, au point que les personnalités notoires ont honte de leur président à l'étranger.

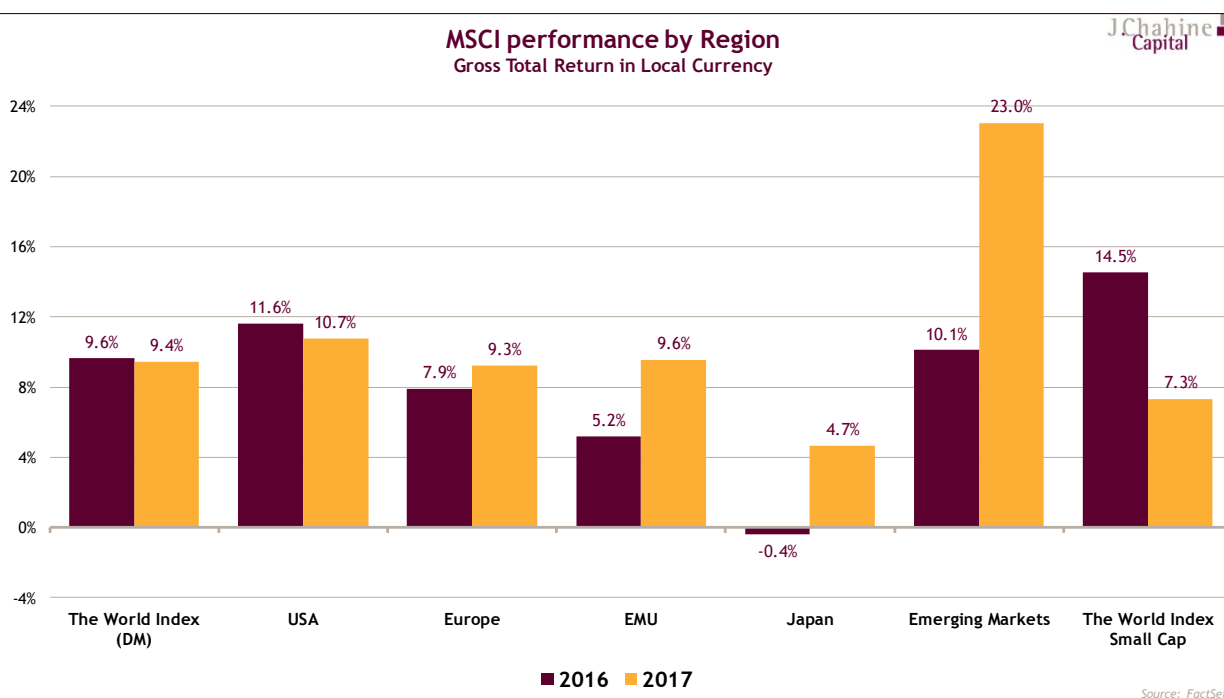
## Réussira-t-il sa réforme fiscale ?

La seule chance qui reste au Président est la réforme fiscale tant vantée et qui est mise sur le devant de la scène. Elle a l'air d'être menée par des gens responsables comme Gary Cohn, un ancien de Goldman Sachs. Sa version actuelle est très favorable aux ultra riches, et ce serait miraculeux que les démocrates la soutiennent telle quelle. L'idée est de laisser le Congrès proposer la réforme, ce qui peut lui donner une certaine chance. Nous avons mis une grande probabilité sur l'aboutissement d'une telle réforme en début de règne, nous n'en sommes plus si sûrs. Nous continuons néanmoins à donner notre évaluation du marché avec ou sans réforme.

## Bonne performance des marchés masqués par l'effet \$

Dans cet environnement de forte reprise de la croissance mondiale et un environnement de taux toujours très accommodant, les marchés affichent toujours des performances excellentes, malgré un deuxième semestre poussif.

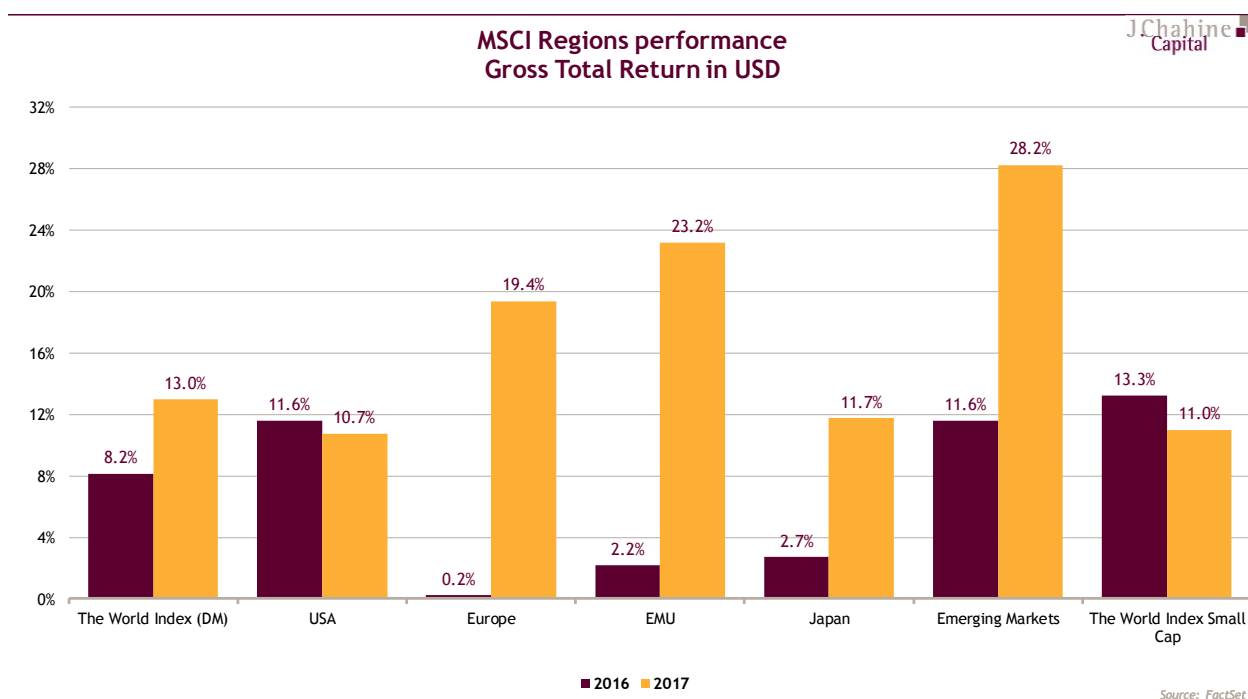
### La hausse de l'Euro masque les bonnes performances de la zone





Les performances par zone ont été fortement influencées par les mouvements sur les devises et tout dépend si un investisseur américain qui investit en Eurozone est « hedgé » ou non contre les variations de l'euro. Le graphique plus haut montre qu'un investisseur américain « hedgé » aurait eu une performance de 9.6% en Eurozone et 10.7% aux US. Par contre, le même investisseur qui investit en € en Eurozone et en \$ aux US, aurait eu une performance de 10.7% aux US et 19.4% ! en Eurozone dans sa devise. Le raisonnement s'inverse si un investisseur européen a eu le malheur d'investir en \$ aux US qui aurait vu sa performance négative une fois convertie en €.

## Les pays émergents et la zone euro sont les grands gagnants en \$



Ce sont les pays émergents qui tiennent le haut du pavé, mais ce sont eux aussi qui offrent les plus fortes croissances de l'économie. Ils réalisent 28.2% pour un indice qu'on peut acheter qui est le MSCI Emerging Markets. Si l'on retient l'Europe avec la Grande-Bretagne convertie en Euro, la hausse se limite à 6.1% du fait de la dévaluation de la livre. Même exprimé en £, le marché anglais a été médiocre avec 7% de hausse.

Ainsi la recommandation de surpondérer l'Eurozone que nous avons constamment exprimée reste entièrement valable pour un investisseur qui aurait investi en \$ aux US sans se protéger de la devise.

Nos fonds Digital continuent à surperformer largement les marchés depuis le début de l'année, avec 15.7% pour Digital Stars Europe, 16.7% pour Digital Stars Europe ex UK et 24.1% pour Digital Stars Europe Smaller Companies. Ils sont proches de leur plus haut, mais le deuxième semestre reste sans tendance comme le marché.

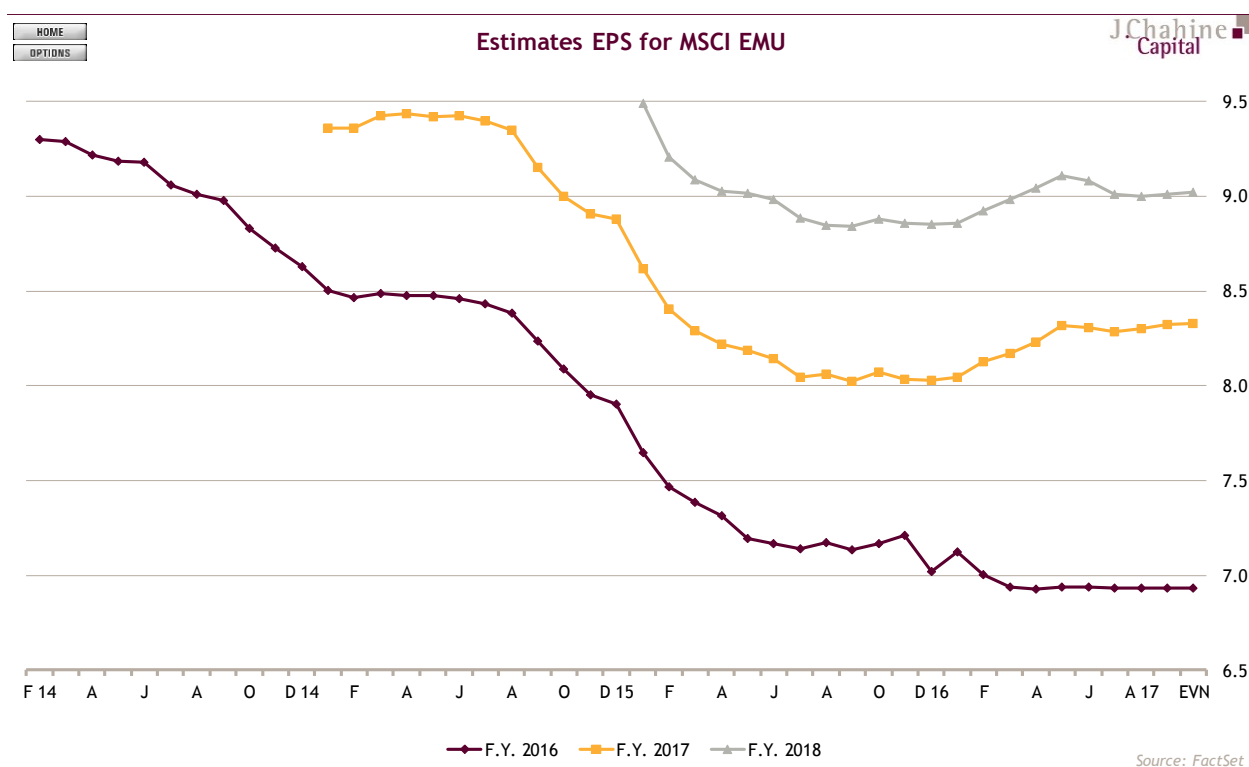


## La hausse de l'euro impacte les profits des sociétés

L'appréciation de l'euro n'est pas favorable aux entreprises européennes, alors qu'elle redonne du souffle aux grands groupes américains qui avaient fortement souffert lors de la remontée du \$. L'effet va commencer à se voir au 3<sup>ème</sup> trimestre et surtout en 2018 si le niveau de l'euro est le même ou en hausse.

Les parutions du 2<sup>ème</sup> semestre en Eurozone n'ont pas donné lieu à des révisions de résultats à la hausse, alors que les analystes les révisaient au 1<sup>er</sup> semestre. On voit déjà les premiers effets de la hausse de l'euro sur les résultats de l'Oréal, Airbus ou SAP qui sont revus en baisse.

### L'appréciation de l'Euro met une pause sur la révision des profits



## Forte reprise des profits en 2017

Après plusieurs années de stagnation des profits, l'année 2017 marque un tournant pour la reprise avec un système bancaire en meilleure santé et un secteur industriel qui profite de la reprise mondiale. Malgré les risques de transformation majeure qui pèsent sur le secteur automobile, les profits 2017 sont en fort redressement, alors que les cours dans l'ensemble sont à la baisse ! Le marché automobile n'est pas loin de son niveau d'avant la crise et l'arrivée massive prévue pour l'électrique jette le trouble. La plupart des grands groupes européens restent fragiles et sont menacés par la nouvelle économie. Les vraies entreprises dynamiques se retrouvent dans les petites et moyennes capi, ce qui explique le succès de nos fonds Digital sur la durée.

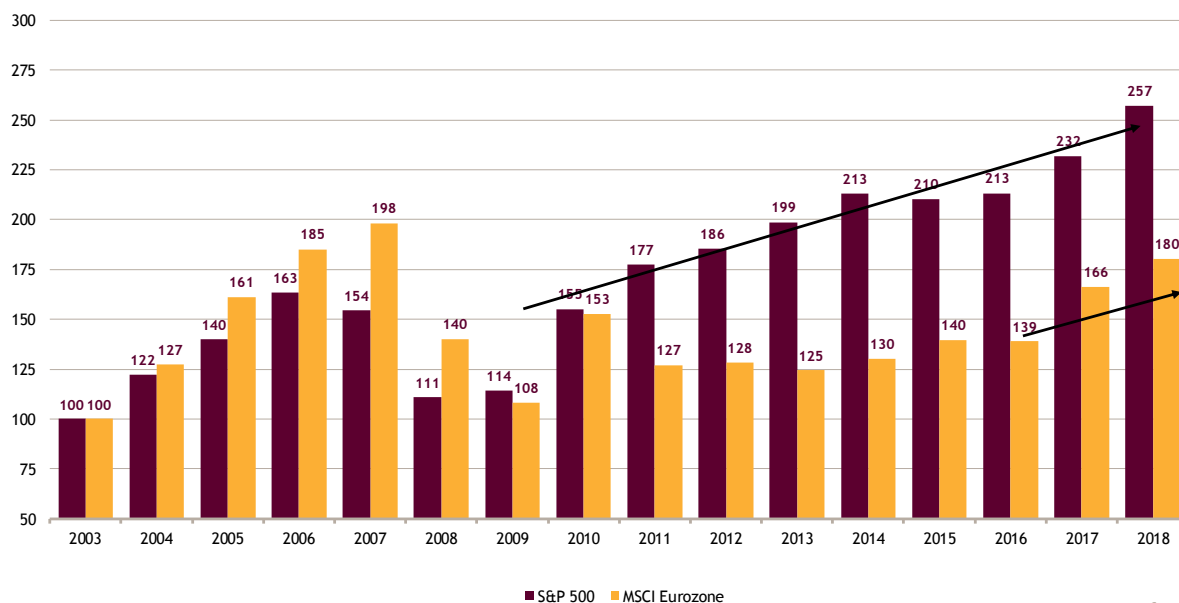


## Retour vers les profits en Eurozone et aux US

### Comparative EPS US vs Europe

Base 100 2003

JChahine  
Capital



## Principaux ratios des marchés en monnaie locale

	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 017	Revision vs M-2%	
	2017	2016	2018	2017	2018	2017	2016	Div Yield	Fiscal 18	Fiscal 17
MSCI The World Index	11.0%	5.5%	15.8 x	17.3 x	9.4%	16.9%	0.3%	2.5%	0.5%	1.2%
MSCI USA	9.4%	9.2%	17.2 x	19.1 x	11.2%	9.9%	1.3%	2.0%	-0.6%	0.1%
MSCI Japan	2.9%	-2.6%	13.0 x	13.7 x	5.5%	15.0%	12.8%	2.3%	2.0%	2.9%
MSCI EMU	6.6%	1.8%	13.6 x	14.7 x	8.4%	19.8%	-0.6%	3.3%	-0.9%	0.0%
MSCI Europe	3.1%	-0.5%	14.3 x	15.4 x	8.3%	13.8%	-4.0%	3.5%	-2.9%	-2.1%
MSCI Europe ex Energy	4.4%	-2.1%	14.3 x	15.4 x	7.9%	11.9%	-1.5%	3.3%	-2.2%	-1.6%
MSCI Europe Consumer Discretionary	1.4%	-4.0%	12.0 x	12.9 x	7.9%	16.6%	11.2%	3.0%	-2.3%	-1.9%
MSCI Europe Consumer Staples	4.5%	-2.1%	18.7 x	20.5 x	9.8%	7.6%	0.3%	2.9%	-2.7%	-3.0%
MSCI Europe Energy	-12.9%	24.1%	14.2 x	16.1 x	13.3%	54.5%	-37.5%	6.0%	-12.2%	-9.0%
MSCI Europe Financials	5.7%	-5.3%	11.4 x	12.3 x	7.7%	21.7%	-19.2%	4.2%	-1.0%	0.1%
MSCI Europe Health Care	0.6%	-11.6%	15.3 x	16.4 x	7.4%	-1.9%	5.3%	3.1%	-4.2%	-3.4%
MSCI Europe Industrials	6.9%	8.6%	16.0 x	17.7 x	10.8%	10.3%	0.6%	2.7%	-2.2%	-2.2%
MSCI Europe Information Technology	11.4%	3.1%	18.8 x	21.7 x	15.3%	11.3%	0.2%	1.5%	-2.7%	-1.2%
MSCI Europe Materials	6.1%	24.5%	15.2 x	15.6 x	2.8%	20.8%	21.1%	3.0%	-1.3%	-2.3%
MSCI Europe Real Estate	-1.4%	-5.8%	14.5 x	13.3 x	-8.5%	-18.1%	91.4%	4.3%	-0.8%	7.2%
MSCI Europe Telecommunication Services	-1.8%	-17.2%	15.1 x	16.6 x	9.4%	6.7%	1.0%	4.6%	-2.1%	-2.0%
MSCI Europe Utilities	9.0%	-10.0%	14.1 x	15.0 x	6.0%	1.9%	-8.8%	4.6%	-1.2%	-1.6%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 25/08/2017

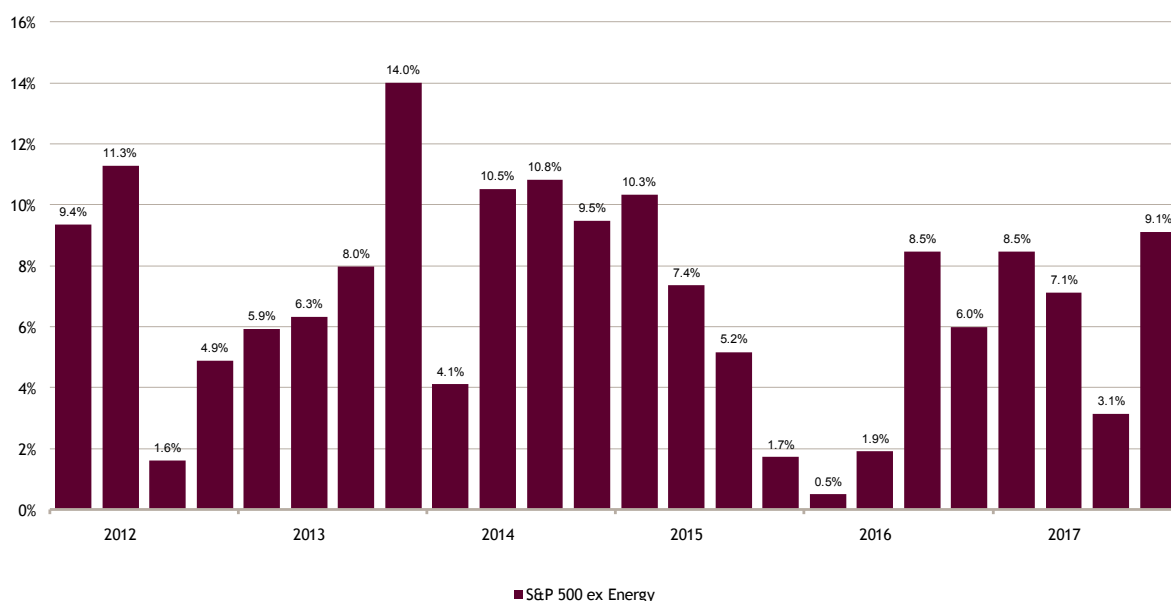


L'examen des ratios de marché indique une forte reprise des profits en 2017 avec quasiment 10% aux US et 20% en zone Euro (marché très cyclique). Le Japon se paie maintenant moins que la zone euro. Les multiples sont très élevés aux US, avec 17.2x 2018 contre 13.6x pour la zone Euro. On remarquera le redressement des valeurs cycliques comme les produits de base et l'énergie, quoique ce secteur n'arrête pas de subir des hauts et des bas. Les perspectives 2018 paraissent également favorables avec une croissance à deux chiffres aux US et peu de révisions à la baisse. La marge non-GAAP s'est du coup établie à un record de 10.4% au cours du deuxième trimestre 2017.

## Bonne rentabilité des sociétés américaines

Quarterly Earnings per Share growth S&P 500 ex Energy

J. Chahine  
Capital



Ces croissances remarquables sont aidées par un financial engineering où les sociétés continuent de racheter leurs propres actions au rythme de 2.5% en moyenne par an. Cela augmente mécaniquement d'autant le bénéfice par action, sachant que les taux restent très bas pour financer ces rachats.

## Valorisation des marchés

Les taux longs ont eu tendance à baisser durant cette période d'été, le 30 ans américain est à 2.77% contre 2.82%. Les profits sont restés inchangés avec 9.1% de hausse en 2017 et 7.8% en 2018 contre 8.2% précédemment. Ces chiffres ne tiennent pas compte de l'effet de baisse des impôts que nous anticipions sur 2018 et qui a peu de chances de passer pour cette année. Mais son passage, même décalé d'un an, aura le même impact sur le marché. L'objectif de cours pour des taux à 2.77% est de 2365 points pour le S&P 500 sans réforme fiscale et 2584 points avec une réforme. Le CAGR ressort à 4.1% et 5.3% respectivement, ce qui nous paraît prudent. Le cours de clôture était à 2439 points ce qui nous situe entre les deux bandes.



## Valorisation tendue, mais pas de bulle

S&P 500 - Valuation end 2017 CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016	30 Years Gvt bonds				
	2.50%	2.77%	3.00%	3.25%	3.50%
No tax reform: +9.1% in 2017, +7.8% in 2018 and +9.5% in 2019 (Normative). CAGR = +4.1%	2 510	2 365	2 253	2 141	2 037
Implied Scenario CAGR 4.9% over 8 years	2 591	2 439	2 321	2 203	2 095
Base scenario: +9.1% in 2017, +18% in 2018 and 9.5% in 2019 (Normative) CAGR = +5.3%	2 742	2 584	2 461	2 338	2 225
Current Index S&P 500 (as of 24/08/2017)	2 439				

Le modèle est très sensible au taux. À 3%, l'objectif est à 2253 pts sans réforme fiscale.

L'analyse du marché Européen confirme un caractère fortement cyclique, marqué par un coefficient de lissage des profits futurs important (*Growth Fading Factor*). Ce coefficient est de 0.9817 aux US, ce qui signifie qu'à partir d'une année normative, la croissance des profits perd environ 2 points chaque année. En Eurozone, le coefficient est de 0.9550, ce qui signifie qu'on perd 4.5%. Ce constat se vérifie par l'importance du secteur automobile, industriel, matières premières, biens de consommation cycliques... 2017 marque selon nous la première année de retournement de cycle mais on voit se dessiner déjà des retournements potentiels sur des milliards de profits réalisés par l'industrie automobile en bonne santé pour le moment. La finance européenne pèse très lourd, et affiche des belles hausses des profits comme Allianz, Banco Santander, BNP Paribas qui font chacun 7 Mds€ de profits. Il n'existe pas beaucoup de sociétés qui font fantasmer parmi les mastodontes de la cote. Une réforme en profondeur du marché européen pour encourager la créativité et la création de nouvelles entreprises est nécessaire.

## Un potentiel de hausse sur l'Eurozone

MSCI EMU - Valuation end 2017 CAGR Compounded Annual Growth Rate from 2016	30 Years Gvt bonds				
	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
Depression scenario: +12% in 2017, +5% in 2018 and +9% in 2019 (Normative). CAGR = -3.9%	116	110	104	99	94
Implied Scenario: CAGR -2.3% over 8 years	138	130	123	116	110
Base scenario: +20.2% in 2017, +8.4% in 2018 and +12% in 2019 (Normative) CAGR = -1.2%	151	143	135	128	121
Current Index MSCI EMU (as of 24/08/2017)	123				

L'objectif de cours reste inchangé pour le MSCI EMU à 135 points contre une clôture à 123 points.



## Conclusions

Pendant que les banquiers centraux du monde font leur messe annuelle à Jackson Hole dans le Wyoming, ils peuvent se targuer d'avoir traversé avec succès la crise financière la plus sévère depuis le krach de 1929. La croissance mondiale est au rendez-vous un peu partout. La seule divergence viendrait des États-Unis qui ont connu une expansion ininterrompue depuis 2009 et dont l'économie donne quelques signes d'essoufflement. La croissance dans l'Eurozone a été revue considérablement à la hausse et s'affiche en moyenne à 2%. L'Asie est en forte croissance, menée par la Chine et l'Inde. Même le Japon est reparti de l'avant. Seule la Grande-Bretagne ralentit sous l'effet du Brexit. Les statisticiens divergent substantiellement pour agréger le chiffre de la croissance mondiale avec des écarts importants entre FMI et Banque Mondiale. Nous avons développé une technique robuste et transparente qui donne une croissance mondiale de 2.81% pour 2016 (contre 3.1% pour l'un des chiffres du FMI) qui devrait passer à 3.09% en 2017 (3.5% selon la méthode du FMI). Les plus gros contributeurs à cette croissance sont la Chine avec 1.07%, suivie des États-Unis (0.57%) et de la zone Euro (0.38%). Ainsi, les grands groupes mondialisés devraient jouir d'une croissance de 3% plutôt que les 2% de leur pays et une accélération de leur CA et de leurs profits.

La messe de Jackson Hole n'a pas donné lieu à des annonces majeures, mais la prudence de la Fed sur se politique monétaire et le discours positif de Draghi sur la reprise dans l'Eurozone ont creusé encore l'écart entre l'euro et le \$. La prochaine réunion de la BCE en septembre pourrait apporter une surprise si elle juge trop rapide l'appréciation de l'euro en poursuivant une politique monétaire très accommodante. Les hésitations de la Fed sur la suite des hausses des taux et la baisse surprise de l'inflation ont entraîné une baisse inattendue des taux longs et un aplatissement de la courbe des taux, le 30 ans se situant à 2.75%. La croissance a redémarré au 2<sup>ème</sup> trimestre et le 3<sup>ème</sup> sera également bon. La normalisation du bilan des banques centrales revient sur le devant de la scène.

L'envolée de l'euro s'explique par le retour de la croissance et la diminution de la Prime de Risque sur la devise. Les déboires de Trump ont aidé et cela est favorable aux entreprises américaines dont les performances financières ont été excellentes. Le marché attend de voir si la réforme fiscale pourra se faire après tous les autres échecs.

La hausse des marchés s'est arrêtée au 2<sup>ème</sup> semestre mais reste très bonne pour l'année. La performance de la zone Euro est de 9.6% depuis le début de l'année mais 19.4% en \$. Un investisseur européen aux US non « hedgé » aurait perdu de l'argent cette année. **Les performances des fonds Digital sont de 15.7% pour Digital Stars Europe, 16.7% pour Digital Stars Europe ex UK et 24.1% pour Digital Stars Europe Smaller Companies.**

Après plusieurs années de stagnation des profits, l'année 2017 marque un tournant avec 20% de hausse en Eurozone et 10% aux États-Unis. Les multiples sont élevés avec 17.2x les résultats 2018 aux US contre 13.6x en Eurozone qui est dominé par des sociétés cycliques et financières. Notre valorisation des marchés reste relativement stable avec un objectif de 2365 points pour le S&P 500 sans réforme fiscale et 2584 avec une réforme pour une clôture à 2439 points. L'objectif du MSCI EMU est à 135 points pour une clôture à 123 points. La période estivale a mis en avant un risque géopolitique majeur avec la Corée du Nord et qui reste toujours présent. La politique de Donald Trump, imprévisible, est également un facteur de risque avec ses velléités protectionnistes. Nous restons positifs sur les actions avec une préférence sur la zone Euro.

*Jacques Chahine*





## Main ratios for markets and sectors as of 25/8/2017 (in local currency)

	Perf		Weighted P/E		% Wted EPS Chge			2 017	Revision vs M-2%	
	2017	2016	2018	2017	2018	2017	2016	Div Yield	Fiscal 18	Fiscal 17
MSCI The World Index	11.0%	5.5%	15.8 x	17.3 x	9.4%	16.9%	0.3%	2.5%	0.5%	1.2%
MSCI USA	9.4%	9.2%	17.2 x	19.1 x	11.2%	9.9%	1.3%	2.0%	-0.6%	0.1%
MSCI Japan	2.9%	-2.6%	13.0 x	13.7 x	5.5%	15.0%	12.8%	2.3%	2.0%	2.9%
MSCI EMU	6.6%	1.8%	13.6 x	14.7 x	8.4%	19.8%	-0.6%	3.3%	-0.9%	0.0%
MSCI Europe	3.1%	-0.5%	14.3 x	15.4 x	8.3%	13.8%	-4.0%	3.5%	-2.9%	-2.1%
MSCI Europe ex Energy	4.4%	-2.1%	14.3 x	15.4 x	7.9%	11.9%	-1.5%	3.3%	-2.2%	-1.6%
MSCI Europe Consumer Discretion	1.4%	-4.0%	12.0 x	12.9 x	7.9%	16.6%	11.2%	3.0%	-2.3%	-1.9%
MSCI Europe Consumer Staples	4.5%	-2.1%	18.7 x	20.5 x	9.8%	7.6%	0.3%	2.9%	-2.7%	-3.0%
MSCI Europe Energy	-12.9%	24.1%	14.2 x	16.1 x	13.3%	54.5%	-37.5%	6.0%	-12.2%	-9.0%
MSCI Europe Financials	5.7%	-5.3%	11.4 x	12.3 x	7.7%	21.7%	-19.2%	4.2%	-1.0%	0.1%
MSCI Europe Health Care	0.6%	-11.6%	15.3 x	16.4 x	7.4%	-1.9%	5.3%	3.1%	-4.2%	-3.4%
MSCI Europe Industrials	6.9%	8.6%	16.0 x	17.7 x	10.8%	10.3%	0.6%	2.7%	-2.2%	-2.2%
MSCI Europe Information Technol	11.4%	3.1%	18.8 x	21.7 x	15.3%	11.3%	0.2%	1.5%	-2.7%	-1.2%
MSCI Europe Materials	6.1%	24.5%	15.2 x	15.6 x	2.8%	20.8%	21.1%	3.0%	-1.3%	-2.3%
MSCI Europe Real Estate	-1.4%	-5.8%	14.5 x	13.3 x	-8.5%	-18.1%	91.4%	4.3%	-0.8%	7.2%
MSCI Europe Telecommunication	-1.8%	-17.2%	15.1 x	16.6 x	9.4%	6.7%	1.0%	4.6%	-2.1%	-2.0%
MSCI Europe Utilities	9.0%	-10.0%	14.1 x	15.0 x	6.0%	1.9%	-8.8%	4.6%	-1.2%	-1.6%

Benchmarks source iShares ETF - Data as of 25/08/2017



### Disclaimer

We do not warrant, endorse or guarantee the completeness, accuracy, integrity, or timeliness of the information provided in this publication. You must evaluate, and bear all risks associated with, the use of any information provided here, including any reliance on the accuracy, completeness, safety or usefulness of such information. This information is published solely for information purposes, and is not to be construed as financial or other advice or as an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. Any information expressed herein on this date is subject to change without notice. Any opinions or assertions contained in this information do not represent the opinions or beliefs of the publisher. The publisher or one or more of its employees or writers may have a position in any of the securities discussed herein.

THE INFORMATION PROVIDED TO YOU HEREUNDER IS PROVIDED "AS IS," AND TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, J.CHAHINE CAPITAL AND ITS AFFILIATES, BUSINESS ASSOCIATES AND SUPPLIERS DISCLAIM ALL WARRANTIES WITH RESPECT TO THE SAME, EXPRESS, IMPLIED AND STATUTORY, INCLUDING WITHOUT LIMITATION ANY IMPLIED WARRANTIES OF MERCHANTABILITY, FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE, ACCURACY, COMPLETENESS, AND NONINFRINGEMENT. TO THE MAXIMUM EXTENT PERMITTED BY APPLICABLE LAW, NEITHER DIGITAL ANALYTICS NOR ITS AFFILIATES, NOR THEIR RESPECTIVE OFFICERS, MEMBERS DIRECTORS, PARTNERS, BUSINESS ASSOCIATES OR SUPPLIERS WILL BE LIABLE FOR ANY INDIRECT, INCIDENTAL, SPECIAL, CONSEQUENTIAL OR PUNITIVE DAMAGES, INCLUDING WITHOUT LIMITATION DAMAGES FOR LOST PROFITS OR REVENUES, GOODWILL, WORK STOPPAGE, SECURITY BREACHES, VIRUSES, COMPUTER FAILURE OR MALFUNCTION, USE, DATA OR OTHER INTANGIBLE LOSSES OR COMMERCIAL DAMAGES, EVEN IF ANY OF SUCH PERSON IS ADVISED OF THE POSSIBILITY OF SUCH LOSSES, ARISING UNDER OR IN CONNECTION WITH THE INFORMATION PROVIDED HEREIN OR ANY OTHER SUBJECT MATTER HEREOF.

The contents of these pages, including text and graphics, are protected by the copyright laws of the Luxemburg and other foreign jurisdictions. No portion may be reproduced in any form, or by any means, without the prior written consent of Chahine Companies. To obtain reproduction consent, e-mail [info@chahinecapital.com](mailto:info@chahinecapital.com).